

波司登 (03998)

证券研究报告

2023 年 12 月 01 日

期待旺季表现

公司发布 FY24 半年报 (2023 年 4 月 1 日至 2023 年 9 月 30 日), FY24H1 波司登营收 74.7 亿人民币 yoy+21%, 归母净利 9.2 亿 yoy+25%。

按业务类型分: 品牌羽绒服营收 49.4 亿 yoy+28% (占总营收 66%), 其中: ①波司登品牌营收 44 亿元 yoy+26%; ②雪中飞品牌 FY24H1 营收 2.7 亿 yoy+52%, 持续发力线上业务, 品牌业务快速增长; 贴牌加工营收 20.4 亿 yoy+8% (占总 27%); 女装业务营收 3.9 亿 yoy+15% (占总 5.3%)。

按渠道分羽绒服营收: 自营营收 16.5 亿 yoy+36% (占羽绒服总营收 34%), 批发营收 30.4 亿 yoy+21% (占羽绒服总营收 62%)。

FY24H1 总体毛利率同比持平, 品牌羽绒服毛利率 61.2%yoy-2.4pct, 其中波司登 65.4%yoy-1.1pct; 雪中飞毛利率 44.1%yoy-2.3pct。

库存方面, 截止 2023 年 9 月 30 日, 波司登存货 38.7 亿 (230331 为 26.9 亿, 220930 为 34.3 亿); 库存周转天数为 160 天, 较 22 年 9 月 30 日减少 21 天。库存水平回归相对健康良好状态。

线上平台实现稳健及高质量增长

聚焦提升线上平台经营能力和运营效率, 线上销售来看, FY24H1 全品牌销售收入 11.3 亿元 yoy+24%; 品牌羽绒服线上收入 10.9 亿元占全渠道收入 22%。在品牌建设方面, 由于抖音属于品销合一的平台, FY24H1 公司融合抖音平台新风潮大牌日等资源, 支持防晒服品类的销售; 同时公司融合抖音平台开新日资源, 聚焦轻薄羽绒服品牌, 均获得了高质量高速增长。截至 2023 年 9 月 30 日, 波司登品牌超过 90%的抖音收入来源于直播。

单店提质增效, 聚焦 TOP 店标杆引领

渠道方面, 一方面聚焦“单店经营提质增效”; 另一方面进一步夯实渠道结构、布局、质量以及终端形象。截至 230930 羽绒服零售店 3313 家, 较 230331 净减少 110 家, 其中自营 1206 家较 230331 净减少 193 家, 经销商零售点 2107 家净增长 83 家。约 28%店铺位于一二线城市, 约 72%位于三线及以下。

截至 2023 年 9 月 30 日, 以店态划分, 除常规的若干店态门店 (例如旗舰店、高端店、主流店及大众店等), 亦有近 400 家旺季店 (旺季店主要指在销售旺季开设时间为 1 周至 3 个月不等的门店, 其主要聚焦省会城市进行开设, 以当季流行的 Top 款为主要销售产品, 且落位主要集中在核心商圈及体育运动场等)。

小单快反、拉式补货、全渠道商品一体化运营

公司延续直营与批发订货完全分开模式, 直营门店单店订货、后期根据销售反应拉式下单生产; 经销商则根据不同规模采取不同的订货和返利灵活模式, 与经销商首次订货比例占比较低, 余下订单根据实际反馈补货, Top 款补货可得率高达 99%, 利于渠道库存与商品结构管理。

调整盈利预测, 维持“买入”评级

公司持续夯实「全球领先的羽绒服专家」的品牌形象, 从羽绒服全球规模领先的认知向羽绒服全球全面领先升级; 通过品牌战役发力、品销两旺的策略, 不断加深消费者对品牌的认知度和美誉度, 实现品牌引领感知以及品销最大化目标; 考虑到春夏服装如防晒衣等品牌力提升或需时间,

投资建议

行业	非必需性消费/纺织及服饰
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	3.28 港元
目标价格	港元

基本数据

港股总股本(百万股)	10,905.84
港股总市值(百万港元)	35,771.14
每股净资产(港元)	1.21
资产负债率(%)	48.55
一年内最高/最低(港元)	4.69/2.83

作者

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

股价走势



资料来源: 聚源数据

相关报告

- 《波司登-公司点评:稳中求进中提质, 聚焦主品牌全力起航》2023-07-03
- 《波司登-公司点评:逆势稳健增长, 聚焦单店提质增效》2022-11-28
- 《波司登-公司点评:轻薄款+降温开启旺季销售主升浪》2022-10-12

我们预计公司 FY24-26 收入分别为 191.8、220.9、257.1 亿人民币（前值为 194.1、221.9、251.1 亿人民币），归母净利分别为 25.5、29.7、34.7 亿人民币（前值为 26.1、31.1、36.5 亿人民币），对应 EPS 分别为 0.23、0.27、0.32 元人民币/股（前值为 0.24、0.28、0.34 元人民币/股），PE 分别为 13、11、9X。

风险提示：品牌经营风险，原材料价格波动风险，行业竞争风险等。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com